

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学 号: 32120091150615

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国股票市场高价股溢价现象的实证分析:

基于异质信念理论

An Empirical Analysis of High-priced Stocks Premium

Phenomenon in Chinese Stock Market: Based on

Heterogeneous Beliefs Theory

朱 睿

指导教师姓名: 屈 文 洲 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2012 年 4 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2012 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

## 摘要

中国股票市场上的高价股溢价异象，是指对股票按价格分组之后，高价股组合的前期收益率显著高于低价股组合，后期收益率显著低于低价股组合，即前期存在显著的溢价，后期存在显著的折价。

投资者异质信念是指不同的投资者在面临相同的股票时，对未来的收益分布有不同的判断，因此异质信念也可以称为意见分歧。在投资者非理性的前提下，学术界认为异质信念能够为金融异象提供新解释。因此，可以应用异质信念理论，来验证我国股票市场上存在的高价股溢价现象。

本文以 2000-2011 年沪深股市 A 股非 ST 上市公司为样本，将股票按价格排序分为高价股组和低价股组，发现两组之间存在显著的收益率差异，这种差异不能够通过资本资产定价模型（CAPM）和 Fama-French 三因素模型得到解释。通过从理论和实证上分析异质信念对投资者行为的影响，借鉴前人学者的成熟模型，本文以换手率差异作为异质信念差异的代理变量。检验后发现不同组合的换手率差异能够解释收益率的差别，也就是说，异质信念差异是中国股票市场高价股溢价异象的一个解释因素。该结论对我国股票市场上存在的炒作中小盘股、概念股的现象，非常具有现实意义。

本文研究发现：（1）中国股票市场存在高价股溢价的异象，表现为高价股组合前期相对于低价股组合有明显溢价，后期相对于低价股组合有明显折价。这种现象不能通过传统的定价模型得到解释。（2）投资者异质信念差异是中国股票市场存在高价股溢价异象的一个原因，中小盘概念股由于受到炒作，投资者异质信念差异分歧程度很大，在卖空限制的情况下，股价会被高估。

因此本文提出，需要进一步完善上市公司质量，加强信息披露，加快推进融资融券和股指期货等卖空手段建设的政策建议。

**关键词：**高价股溢价；异质信念；异象

## ABSTRACT

Price premium anomalies of high-priced shares on the Chinese stock market, refers to after grouping by share price, the pre-yield of high-priced stock portfolio significantly higher than the low-priced stock portfolio. It means the high-priced portfolio has a significant premium pre-exist, and has a significant discount latter.

Investors' heterogeneous beliefs refers to when different investors in the face of the same stock, they have different judgments on the future income distribution. Heterogeneous beliefs can also be referred to as differences of opinion. Under the premise-based investors who is non-rational, academia think heterogeneous beliefs provide a new explanation for financial anomalies. Therefore, we can use heterogeneous beliefs to explain the phenomenon of high-priced share premium anomalies in China's stock market.

We used the data of A shares with non-ST-listed company of the Shanghai and Shenzhen stock markets of 2000-2011, group the sample of stocks into high-priced shares of group and sort by price cap. We found that a combination of high-priced shares and cap, lower portfolio yield, have significant differences. This difference can't be explained by the capital asset pricing model (CAPM) and the Fama-French three factor model. By using maturity models from previous scholars, we set turnover as difference for the difference in the proxy variable of heterogeneous beliefs. The inspection found that different combinations of turnover differences can explain the yield difference, that is, heterogeneous beliefs difference is one of the causes of price premium anomalies of high-priced shares on the Chinese stock market. The conclusions are meaningful on the phenomenon of China's stock market, which have speculations in small cap stocks, It's very practical.

This study found that the Chinese stock market: (1) the existence of high-priced stocks premium anomalies, showing significant premium on the combination of pre-high-priced stocks are relatively cheap stocks combination, the latter relative to the cap, lower combination discount. This phenomenon can't be explained through the traditional pricing model. (2) Investor heterogeneous beliefs differences is one of the causes of price premium anomalies of high-priced shares on the Chinese stock market. Under the short selling restrictions, with heterogeneous beliefs degree of difference of

investor, the stocks are overestimated.

After the conclusion, we need to improve the quality of listed companies, strengthen information disclosure, and to accelerate the construction of margin trading and stock index futures, short selling means policy recommendations.

**Key Words:** Price premium; Heterogeneous beliefs; Anomalies

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录	
摘 要.....	I
第一章 研究概述.....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 选题及意义 .....	2
1.3 研究思路和框架 .....	3
第二章 相关概念介绍.....	6
2.1 高价股概念 .....	6
2.2 投资者异质信念 .....	7
2.2.1 异质信念的定义.....	7
2.2.2 异质信念的形成机制.....	8
2.2.3 异质信念的研究意义.....	8
第三章 文献综述 .....	9
3.1 国外对股票溢价和异质信念的相关研究 .....	9
3.1.1 股票价格与股票溢价的相关研究.....	9
3.1.2 异质信念与金融异象的相关研究.....	10
3.1.3 异质信念与股票溢价的相关研究.....	13
3.2 国内对股票溢价和异质信念的相关研究 .....	13
第四章 研究设计 .....	15
4.1 理论分析与研究假设 .....	15
4.1.1 中国股票市场高价股溢价的异象.....	15
4.1.2 基于异质信念的风险资产定价模型.....	17
4.2 样本选择与数据来源 .....	21
4.3 关键变量定义与计算 .....	21
4.3.1 异质信念的代理变量.....	21
4.3.2 三因素模型因子.....	23
4.3.3 控制变量.....	23
4.4 模型设计 .....	24
4.4.1 中国股票市场高价股溢价异象检验模型的设定.....	24

4.4.2 中国股票市场高价股溢价异象原因模型的设定.....	25
<b>第五章 实证结果分析</b> .....	27
5.1 按价格分组的检验结果及分析.....	27
5.1.1 按价格分组的收益率情况分析.....	27
5.1.2 按价格分组的换手率情况分析.....	30
5.1.3 按价格分组的规模情况分析.....	31
5.1.4 按价格分组的账面市值比情况分析.....	33
5.2 中国股票市场高价股溢价异象模型的检验结果.....	34
5.2.1 按价格划分不同组别 T-1 月的模型检验结果分析.....	34
5.2.2 按价格划分不同组别 T 月的模型检验结果分析.....	36
5.3 稳健性检验.....	39
5.3.1 T-1 月的稳健性检验结果分析.....	39
5.3.2 T 月的稳健性检验结果分析.....	40
<b>第六章 结论及讨论</b> .....	42
6.1 研究结论.....	42
6.1.1 关于按价格分组的中国股票市场上市公司研究结论.....	42
6.1.2 中国股票市场高价股溢价异象模型的研究结论.....	43
6.2 研究启示.....	43
6.2.1 完善做空机制.....	43
6.2.2 提升上市公司的质量.....	44
6.2.3 加强信息披露的质量.....	44
6.2.4 加强投资者教育.....	44
6.3 研究不足和后续研究方向.....	45
<b>参考文献</b> .....	47
<b>致 谢</b> .....	51



# Contents

<b>ABSTRACT .....</b>	<b>I</b>
<b>Chapter1 INTRODUCTION.....</b>	<b>1</b>
1.1 Background of Research .....	1
1.2 Research Topics and Significance.....	2
1.3 Research Method and Framework.....	3
<b>Chapter2 DEFINITIONS OF CONCEPTS CONCERED.....</b>	<b>6</b>
2.1 High-priced Stock .....	6
2.2 Heterogeneous Belief.....	7
2.2.1 Definition .....	7
2.2.2 Formation mechanism.....	8
2.2.3 Significance.....	8
<b>Chapter3 LITERATURE REVIEW.....</b>	<b>9</b>
3.1 Foreign Study on Premium and Heterogeneous Beliefs .....	9
3.1.1 Stock Price and Premium.....	9
3.1.2 Heterogenous Beliefs and Anomalies .....	10
3.1.3 Heterogenous Beliefs and Premium.....	13
3.2 Domestic Study on Premium and Heterogeneous Beliefs.....	13
<b>Chapter4 RESEARCH HYPOTHESIS AND DESIGN .....</b>	<b>15</b>
4.1 Theoretical Analysis and Hypothesis .....	15
4.2 Data Selecting .....	21
4.3 Definition and Calculation of Research Variables .....	21
4.3.1 Proxy Variable of Heterogeneous Beliefs .....	21
4.3.2 Fama-French 3-Factors .....	23
4.3.3 Control variables.....	23
4.4 Research Models .....	24
<b>Chapter5 EMPIRICAL RESULTS AND ANALYSIS.....</b>	<b>27</b>
5.1 Results After Grouping by Price.....	27
5.1.1 Yield Analysis .....	27
5.1.2 Turnover Analysis .....	30
5.1.3 Size Analysis .....	31
5.1.4 B/M Analysis .....	33

<b>5.2 Model Results and Analysis</b> .....	34
5.2.1 Results of Month T-1 .....	34
5.2.2 Results of Month T .....	36
<b>Section3 Robustness Test</b> .....	39
5.3.1 Robustness Test of Month T-1 .....	39
5.3.2 Robustness Test of Month T .....	40
<b>Chapter6 CONCLUSIONS AND DISCUSSIONS</b> .....	42
<b>6.1 Conclusions</b> .....	42
6.1.1 Conclusions on Grouping Results.....	42
6.1.2 Conclusions on Models.....	43
<b>6.2 Policy Suggestions</b> .....	43
<b>6.3 Limitations and Further Research</b> .....	45
<b>REFERENCES</b> .....	47
<b>ACKNOWLEDGEMENTS</b> .....	51

## 第一章 研究概述

### 1.1 研究背景

无论牛市还是熊市，高价股都是中国股市的焦点，“中国第一高价股”更是备受市场关注的概念。但伴随高价股的，往往都是炒作和概念种种非理性的市场短期行为。从主板市场的中国船舶，再到创业板以来的神州泰岳、海普瑞等，无一不是如此。

随着中小板和创业板市场的推出，中国市场炒作的高价股概念股的现象更加严重。2009-2010 年间的中小板指数创出历史新高，创业板公司出现“三高现象”，但到了 2011 年底至 2012 年初，中小板上市公司股票价格开始暴跌，创业板公司上市一年后就出现业绩变脸现象。说明在中国市场上，高价股的价格一般不具有持续性，波动幅度很大。

“重庆啤酒”作为高价概念股的代表，具有典型意义。资料显示，重啤 1997 年上市时股价仅在 13 元左右，在市场炒作重啤“乙肝疫苗”概念 13 年间，其市值上升将近 40 倍。2001 年重啤持有佳辰生物股权，成为乙肝疫苗概念股时，股价已经升至 20 元，此后一路飙涨，到 2011 年 12 月，重啤的股价已经突破了 80 元大关，是不折不扣的高价股。按照估值指标，如果不计算乙肝题材，重庆啤酒价值大概在 40 亿元左右，而在暴跌之前，重庆啤酒的总市值接近 400 亿元，主营啤酒生产和销售的重啤完全是一只生物医药股的价格。兴业证券医药行业分析师王晞曾经 30 次发布推荐重庆啤酒的研究报告，受益于重啤的强势表现，他获得了新财富最佳分析师 2011 年医药生物行业的第五名。毫无疑问，重庆啤酒是近十年来 A 股市场追逐的最热门股票之一。

在高溢价的同时，重庆啤酒却是一只投资者意见分歧很大，喜忧参半的股票。许多投资者都关注过重庆啤酒，质疑者不在少数，但由于我国资本市场存在卖空限制，这部分投资者的意见无法表达出来，而对于乐观投资者，“乙肝疫苗”变成了一个极佳的炒作概念。曾有业内人士指出，中国 A 股市场是典型的预期市场，当预期达到一致的时候，价格反而不会涨；反而是有争议的股票，才越会有行情。似乎在中国市场上，投资者并不关心股票的基本面，而注重公司的概念和

故事是否吸引，重庆啤酒的受到热捧，在于它研发的产品“乙肝疫苗”带来了充分的想象空间。

任何上市公司的价格走势最终仍离不开基本面，2011 年 12 月 7 日晚，重庆啤酒公布乙肝疫苗试验临床数据结果揭盲公告，结果显示，疫苗实际效果与安慰剂毫无差异，相当于宣布疫苗研制失败，长达 13 年的“乙肝疫苗”泡沫正式破灭，伴随着的是连续 9 个跌停，给投资者造成了巨大的损失。

A 股市场上类似重庆啤酒的“概念股”、“板块股”不在少数，尤其是 2009 年创业板上市以来，为市场热捧和炒作提供了大量的素材。伴随这些概念股或板块股票往往都是暴涨和暴跌，给投资人带来了巨大的损失，扰乱了资本市场基本的资源配置功能。

种种高价概念股不禁让人发问，为什么 A 股市场存在如此浓厚的炒作情绪，机构投资作为资本市场的稳定剂，为什么屡次参与炒作，这些有争议的股票为什么能够一路飙升呢？

中国股票市场还不是一个有效的、成熟的市场，无论是机构投资者还是个人投资者，与国外成熟市场相比还比较幼稚，因此更需要引导其理性投资。在这种背景下，对中国股票市场高价股溢价和炒作的行为研究，具有重要的理论和实践意义。

## 1.2 选题及意义

在证券市场上，股票价格的波动变化无常。无论是理论界还是实务界，都希望从中找出股票价格变化的规律，获得超额收益，因此有对各种投资策略和超额收益的研究。早期学术界观点认为市场是有效的，任何人都没有击败市场的策略行为。但 20 世纪 80 年代以来行为金融学派指出了种种异象，认为投资者是非理性的，存在超额收益策略，并主张用投资者非理性来解释这些异象。

中国股票市场发展时间还比较短，属于新兴市场，也存在种种非理性的行为和现象，为学术界提供了众多的研究素材。高价股溢价作为中国股票市场的现象级事件，为研究中国资本市场的有效性提供了天然的素材。

我国学者对于 A 股市场有效性和异象的研究，起步比较早，内容也比较多，但大多都是参照国外成熟市场存在的异象，检验中国市场是否存在相同的现象，并用经典的行为金融理论或模型来解释。对于中国市场自身存在的独特的异象，

研究还比较少，鉴于以上的原因，本文立足中国资本市场，对我国存在的高价股高溢价的异象进行研究，希望能够对该领域研究提供一些微薄的贡献。

首先，对我国是否存在高价股溢价的现象应该做分析。通过划分高价股和低价股的组别，观察高价股组相对于低价股组是否存在明显的溢价，在上一期的收益率是否明显存在偏高的现象，下一期高价股的收益率走势如何，投资者投资于高价股能否获得超额收益。高价股和低价股在换手率、规模、账面市值比等指标上的分布趋势有何规律，对判断我国是否存在高价股溢价现象有重要的意义。因此，第一个要考察的问题就是，我国是否存在高价股溢价现象。

其次，若我国存在高价股的溢价现象，能否用经典的金融理论进行解释。经典的收益率模型包括资本资产定价模型（CAPM）和 Fama-French 三因素模型。假如资本市场是如同有效市场学派所说的价格反映所有信息，那么高价股组相对于低价股组的溢价应该能够通过 CAPM 和 Fama-French 三因素模型来解释。因此，接下来需要研究的问题是，经典的模型能否解释高价股溢价现象，如果能够解释，说明这不是一种异象，如果不能解释，说明我国存在高价股溢价的异象。

假如 A 股市场存在高价股溢价的异象，而这种异象又不能通过有效市场理论获得解释，应该结合我国特定的制度背景，尝试寻找能够解释该异象的原因，为我国资本市场的完善提供一些依据。

从理论上来说，本文的研究将进一步丰富在我国特殊制度背景下有关中国特色异象的研究成果，为我国证券市场是否有效提供了新的证据。从实践意义来说，本文关于中国市场高价股溢价的结论分析，可以知道为什么在中国特殊制度背景下，炒作和概念屡禁不止，投机是如何形成的，从而不仅有利于投资者客观认识被炒作的概念股票，提高投资的理性程度，而且有利于监管层认识到市场制度设计的不足，为相关部门制定新的法律法规，完善现有市场结构提供参考和依据。

### 1.3 研究思路和框架

本文以 2000 年-2011 年中国 A 股市场非 ST、SST、PT、\*ST 和 S\*ST 上市公司为样本，首先研究高价股和低价股公司的公司特征（收益率、换手率、规模、账面市值比），从流动性、规模效应等经典的金融理论尝试解释该现象；进一步地，将收益率作为溢价的度量指标，研究高价股的溢价现象是否能够从传统的定价模型处得到解释，从而得出溢价是否是“异象”的判断。最后，通过引入投资

者异质信念的理论模型，考察该模型是否能解释中国市场上的高价股溢价现象，得出本文的结论和政策建议。

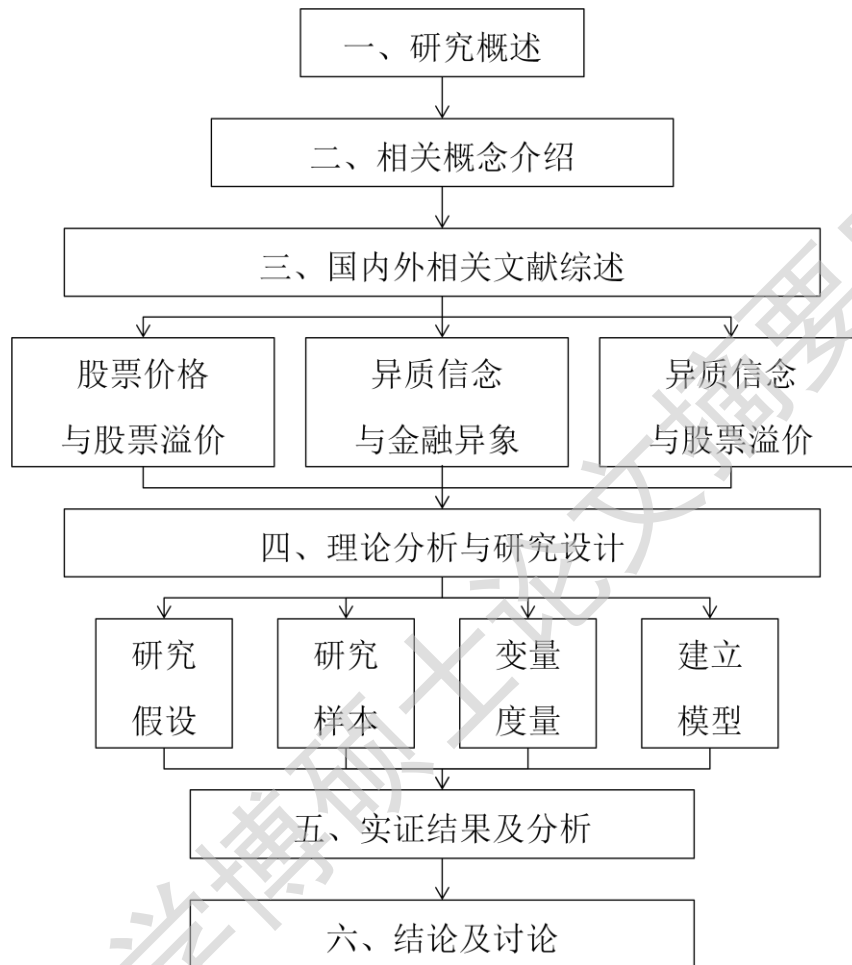


图 1：本文分析框架

本文由以下六部分构成。

第一部分为研究概述。着重介绍高价股溢价现象的研究背景、选题的原因和研究框架等。

第二部分解释相关重要的概念，介绍了高价股的划分依据和分类；介绍异质信念的定义和研究意义。

第三部分为文献综述，系统性回顾了国内外有关股票价格与收益率的关系，投资者异质信念有关理论的研究内容和现状。

第四部分为研究设计，详细介绍了高价股溢价的理论分析和假设，数量来源、关键变量的定义和计算方法，本文的研究模型等。

第五部分为实证结果和分析。首先通过描述性统计和分组观察数据规模，然后通过模型的回归分析得出结果，进行结论分析。在该过程中，本文首先分析了高价股和低价股公司的公司特征（收益率、换手率、规模、账面市值比）；并在此基础上，研究高价股的溢价现象是否能够通过传统的定价模型得到解释，最后，尝试引入投资者异质信念的理论模型看是否能解释这种异象，为本文结论提供依据。

第六部分为文章的研究结论和讨论。系统性总结全文的结论并进行相关分析，提出对现实的指导意义和贡献，并指出文章在研究中的局限性和该领域后续的研究方向。

## 第二章 相关概念介绍

### 2.1 高价股概念

什么是高价股,什么是低价股,学术界没有一个统一的标准。Comer<sup>[1]</sup>(1945)的研究中就定义价格低于 5 美元以下的股票为低价股,超过 100 美元的股票为高价股。Falkenstein<sup>[2]</sup>(1996)把股票价格分为 7 组,认为股票价格低于 1 美元的为低价股,高于 15 美元的为高价股。也有学者从相对估值指标出发,认为市盈率高的股票应该称为高价股,市盈率低的股票应该称为高价股。

表 1: 2000-2011 中国股票市场平均价格水平

年份	平均价格	最小值	最大值	中位数	1/4 分位	3/4 分位
2000	15.08	2.60	95.78	13.51	10.15	17.60
2001	15.35	3.15	79.70	14.14	11.00	17.88
2002	11.52	2.94	59.99	10.69	8.34	13.81
2003	9.28	2.68	52.20	8.35	6.60	11.01
2004	8.05	1.58	48.63	7.06	5.48	9.45
2005	5.71	0.84	67.97	4.72	3.58	6.70
2006	6.55	0.90	69.10	5.15	3.73	7.51
2007	16.56	2.10	273.99	12.27	8.27	19.28
2008	13.60	1.65	250.00	9.72	6.05	16.18
2009	11.89	2.13	172.75	9.15	6.40	14.38
2010	18.25	2.61	254.01	13.37	8.93	22.25
2011	18.02	2.04	236.90	14.10	9.07	22.40

由表 1 可以看到,股票的平均价格水平受到了市场指数的影响,而市场指数的走势与宏观经济、货币流通性等外部因素息息相关。因此,将价格的绝对数作为评判股价高低的标准是不科学的,应该对比同期的股票价格,采用相对的指标。

本文采用了分组的办法,以每个月为基准,将所有公司股价从低至高分成 10 组,价格最低的股票组合为第 1 组,价格最高的组合为第 10 组。按此分组的股票,能够排除市场波动的影响,而注重考虑股票价格的相对高低,从而比较高价股是否相对低价股有显著溢价,投资于高价股组合是否能获得超额收益。

在此分组基础上,以下为不同年份不同组别之间的关系。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库